

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-05-26

宏观策略

2023 年 05 月 26 日

宏观周报 20230523: 破“7”之后，这次会持续多久？

5 月 18 日美元人民币破“7”关口，随后最高升至 7.06，为去年 9 月后再度跌破 7 元，不过本轮人民币汇率走弱与上一次的驱动及环境均有不同，长期来看人民币并无持续贬值基础。

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20230524: 转债行业图谱系列（七）：医药商业行业之保健批发赛道可转债梳理（正股与转债分析及推荐篇）

我们推荐稳健型投资者对性价比较高、向上弹性较好、向下保护不弱且正股基本面向好的柳药、润达转债予以关注。

固收深度报告 20230523: “中特估”专题系列报告——军工篇（2）

本篇作为“中特估”专题系列报告的第二篇，旨在聚焦“中特估”背景下的军工板块存续标的。本篇报告将判断当前军工题材的机会、剖析相关存续标的属性及配置机会，并简要覆盖应急转债、中箭转债。

固收深度报告 20230523: “中特估”专题系列报告——“一带一路”&交运物流篇（1）

本篇作为“中特估”专题系列报告的首篇，旨在聚焦“中特估”背景下的“一带一路”机会。本篇报告将判断当前“一带一路”题材的机会、观察“一带一路”相关贸易的潜在业绩转化能力和外资配置逻辑，并揭示其与交运物流产业的密切联系。本篇覆盖北港转债、大秦转债、招路转债、南航转债、东杰转债。

行业

推荐个股及其他点评

爱玛科技（603529）：产能放量 渠道提效 产品升级多重共振

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2023-2025 年营业总收入 253/299/364 亿元，归属母公司净利润 23.94/29.80/39.53 亿元，同比 +27.82%/+24.48%/+32.65%，对应 PE 为 13/10/8 倍，选取 A 股、港股及美股共六家两轮车同业公司作为爱玛科技的可比公司，可比公司估值均值为 22/16/12 倍。鉴于公司产能放量+渠道提效+产品升级，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期；全球贸易环境不稳定风险

小鹏汽车-W（09868.HK）：2023Q1 季报点评：促销致使业绩承压，静待新车上市企稳改善

考虑 2023 年新能源整车行业竞争格局持续恶化，我们将公司 2023~2025 年收入预测由 413/699/992 亿元下调至 236/441/647 亿元，盈利预测由 -52/-16/26 亿元下调至 -76/-59/-20 亿元，考虑公司持续推进组织架构变革&降本增效，智能驾驶领域优势保持，展望长期竞争力依然强劲，维持小鹏汽车“买入”评级。

雅迪控股 (01585.HK): 行业龙头, 产品创新与海外市场拓展齐发力

盈利预测与投资评级: 国内市场方面雅迪将依靠丰富产品线/渠道优势灵活调整销售策略保证竞争优势, 同时 2023 年为钠电产品落地元年, 进一步丰富产品矩阵; 海外市场方面雅迪为国内出海先锋, 海外产能/渠道布局完善。我们预期 2023-2025 年雅迪营业收入分别为 395.43/438.22/525.62 亿元, 归母净利润为 26.35/32.60/45.67 亿元, 对应 PE 为 20/16/11 倍。首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示: 行业总量增长不及预期; 行业价格战情况超出预期; 全球贸易环境不稳定风险

阿里巴巴-SW (09988.HK): FY2023Q4 季报点评: 营收略不及预期, 未来有望持续恢复

盈利预测与投资评级: 基于公司利润不及预期, 我们将公司 2024/2025 财年 EPS 的盈利预测由 7.55/9.37 元调整为 7.16/8.34 元, 我们预计 2026 年的 EPS 为 9.99 元, 2024-2026 财年对应 PE 为 10.44/8.96/7.48 (以 2023/5/23 当天的汇率港币/人民币=0.90 为基准)。公司非常注重各个板块业务的效率的提升, 大规模投入虽然影响短期业绩, 但是有助于构建长期壁垒。综合考虑公司业务成长、竞争优势与壁垒, 我们认为公司当前估值水平具备较强的投资价值, 维持公司“买入”评级。 风险提示: 电商行业竞争加剧, 用户留存率不及预期, 市场监管风险, 核心管理层变动风险。

宏观策略

宏观周报 20230523: 破“7”之后，这次会持续多久？

5月18日美元人民币破“7”关口，随后最高升至7.06，为去年9月后再度跌破7元，不过本轮人民币汇率走弱与上一次的驱动及环境均有不同，长期来看人民币并无持续贬值基础。基本面转弱为主，美元走强为辅。复盘本轮人民币破7之路，首先是美国经济韧性导致市场更早降息预期落空：零售销售及服务业PMI反弹+紧缩末期美欧经济预期逆转，推动美元在5月初回升至102；紧接数据显示4月中国经济复苏不及预期，高频数据也显示需求放缓，叠加上周美国债务危机升温，人民币在美元103点位时破7。对比去年，本轮破7对预期的冲击较小。2022年8月国内宽松正逢美联储紧缩加速期，利率政策影响明显。而今年初市场对国内经济复苏有些过于乐观（我们曾在以前的报告中提到年初市场对人民币汇率的复苏定价超90%），二季度以来预期回调下汇率疲软。上周五央行外汇会议中也提到“强化预期引导”，我们认为短期内政策关注的变量仍是基本面复苏动能而非汇率。往后看，人民币短期仍有贬值压力：美欧紧缩周期错位可能导致经济前景逆转短期持续，上周债务危机谈判无果，支持强势美元，且近期国内高频数据未见超预期迹象。人民币回到“7”以下或需等待下半年国内经济增长预期回升、美国紧缩走进尾声、美元无上行压力的时刻。上周高频数据显示，终端需求分化复苏，供给仍偏弱。汽车销量稳健，地产销售未见起色，出行人流量下滑。开工方面建筑业偏缓，汽车生产节奏加快。食品及工业品价格以跌为主。资金面仍偏宽松。风险提示：东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足，导致经济进一步加速放缓。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期，资金大幅回流欧美市场。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收深度报告 20230524: 转债行业图谱系列（七）：医药商业行业之保健批发赛道可转债梳理（正股与转债分析及推荐篇）

观点 正股业绩表现总体向好，估值多处于中低区间：1）柳药转债：广西医药商业龙头，得益于医药批发、零售和医药工业板块持续做大做强，2022年实现营收净利双增长，2023Q1业绩持续向好，偿债能力较强，现金流稳增。一方面公司在医药流通领域走“批零一体化”模式，加强医疗器械耗材市场布局，子公司桂中大药房门店持续扩张；另一方面医药工业板块布局不断完善，产能提升，逐步补强公司业绩发力点，推动公司收入和盈利结构改善。2023/4/28 PE（TTM）11.64倍，处于25.56%历史较低区间，中长期基本面驱动因素扎实稳固，预计未来估值上升空间充裕。2）英特转债：浙江医药流通区域龙头，得益于医药、零售板块持续扩张，2022年及2023Q1业绩保持增长，但财务风险有所上升。通过实施“批零一体化”战略，且近期资产重组和周边地区辐射扩张项目接踵而至，物流网络完善，产能有望进一步释放。2023/4/28 PE（TTM）32.64倍，处于49.71%历史中区。3）润达转债：立足华东、辐射全国的医学实验室综合服务商，随疫情影响逐渐消散，2022年及2023Q1均实现营收净利双增长，且盈利能力及财务风险保持稳定。商业板块IVD业务和集约化平台服务乘政策东

风前景较好，工业板块加大研发投入并积极拓展对外合作有助于释放增长潜力。2023/4/28 PE (TTM) 16.42 倍，处于 10.68% 历史低位，长期看好上升空间进一步打开。4) 塞力转债：主营医疗集约化业务与运营服务，2022 年及 2023Q1 业绩承压，营收净利均下滑，盈利能力尚未修复。伴随疫情影响消退、应收账款回收、SPD 项目逐渐落地或可带来新的业绩驱动，建议观望中长期业绩复苏进度。转债行情复盘与分析：1) 柳药转债：平衡型标的，具备一定债底保护，弹性不弱于股性标的英特转债，价格、溢价率均低于同为平衡型的润达转债，或表明其性价比更高；市场关注增多，交易流动性良好，基本面较好，或可作为“双低策略”可选标的埋伏左侧机会，配置盘需警惕隐含强赎风险。2) 英特转债：偏股型标的，股性强于其余标的，弹性空间较好，平价及价格呈小幅震荡上行走势，平价驱动估值变化；市场关注有限但近期热度增加，平价接近强赎线故需警惕强赎风险。3) 润达转债：平衡型标的，具备“攻防两相宜”特质，股债性接近柳药转债但略有不及；市场热度较高但有所分化，性价比略弱于柳药转债，鉴于 2 只标的正股业绩增势稳健，润达转债正股估值稍低，建议同步关注其替代可能性。4) 塞力转债：纯债型标的，债底较厚，防守属性显著；市场热度一般，由于缺乏基本面支撑，若短期内无明显利好催化，预计当前高企的转股溢价率难以回落，转债价格仍将维持当前水平，上行概率较小。五大维度推荐转债标的：1) 正股基本面：润达≈柳药>英特>塞力。润达转债内外驱动因素强劲，业绩回升迅速；柳药转债因优化批发品种结构并加强工业板块布局，盈利能力强，叠加零售药房板块发力，当前估值较低，基本面表现优于英特转债；塞力转债业绩承压严重。2) 等平价溢价率测试：塞力>柳药>英特>润达。塞力转债估值合理，性价比较优，柳药、英特转债性价比居中，高平价区间前者套利机会更高。3) 股性强弱：英特>柳药≈润达>塞力。英特转债溢价率较低，塞力转债溢价率较高，柳药、润达转债居中。4) 转债价格弹性：柳药>润达>英特>塞力。柳药、润达转债溢价率虽高于英特转债，但估值实际向上弹性空间或大于英特转债。5) 机构持仓：柳药>润达>英特>塞力。市场对润达、柳药转债新增关注较多，但柳药转债流通盘较大赋予额外优势，塞力转债热度一般。6) 我们推荐稳健型投资者对性价比较高、向上弹性较好、向下保护不弱且正股基本面向好的柳药、润达转债予以关注。风险提示：政策变动风险；正股表现不及预期；发行人违约风险。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

固收深度报告 20230523：“中特估”专题系列报告——军工篇 (2)

观点 本系列报告旨在剖析“中特估”概念下各板块存续转债的“生命轨迹”，一方面将被盘点转债作为深度学习案例加以研究并给出后市展望，另一方面对案例间的普适性加以总结归纳，以对市场把握其他相似转债轨迹有所借鉴。本篇作为“中特估”专题系列报告的第二篇，旨在聚焦“中特估”背景下的军工板块存续标的。本篇报告将判断当前军工题材的机会、剖析相关存续标的属性及配置机会。核心观点：(1) 应急转债：4 月底以来，中船应急伴随“中船系”行情演绎走出向上行情，在此期间应急转债溢价率不断压缩、性价比得到优化。从历史交易数据我们发现应急转债防御属性较强，溢价韧性赋予其在正股回撤时被动增厚、提供较强“安全垫”以对冲正股下行比例的能力。后市正股可能进入震荡调整期，配置应急转债有望“稳中取胜”。(2) 中箭转债：我们认为火箭转债已在两轮上行周期中蒸干部分溢价率 (2023/5/19, 28.57%)，弹性与溢价率均有抬升，从择时角度来看当前配置胜率较大，后市伴随“中特估+军工”板块演

绎估值有望继续走高。 风险提示：强赎风险，正股波动风险，发行人违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

固收深度报告 20230523：“中特估”专题系列报告——“一带一路”&交运物流篇（1）

观点 本系列报告旨在剖析“中特估”概念下各板块存续转债的“生命轨迹”，一方面将被盘点转债作为深度学习案例加以研究并给出后市展望，另一方面对案例间的普适性加以总结归纳，以对未来把握其他相似转债轨迹有所借鉴。 本篇作为“中特估”专题系列报告的首篇，旨在聚焦“中特估”背景下的“一带一路”机会。本篇报告将判断当前“一带一路”题材的机会、观察“一带一路”相关贸易的潜在业绩转化能力和外资配置逻辑，并揭示其与交运物流产业的密切联系。 **核心观点：**（1）北港转债：北港转债交易风格偏进攻型，其正股有一定爆发力，叠加当前（2023/5/16）约22%的溢价率，后市北港转债有望因“一带一路”板块上行或出口业绩预期进一步兑现迎来“戴维斯双击”。（2）大秦转债：大秦转债是市场典型底仓类品种，当前交易风格偏防御型，转债侧溢价几乎“蒸干”、估值回调跟随正股，我们认为短期内剧烈回调压力和赎回压力均较小。（3）招路转债：随着存续期压缩，条款博弈带来的价格变化影响更加显著，我们认为发行人有足够动机实施下修或强赎，条款博弈方向跟随后市走向。（4）南航转债：南航转债属于交易风格偏进攻型的底仓类品种，溢价率偏低（2023/5/16，15%），伴随业绩修复和板块回暖南航转债仍有上行空间。（5）东杰转债：结合东杰智能“中特估+ α + β ”标签、生命周期初期阶段和小规模属性，我们认为市场热度提升只是择时问题。 风险提示：强赎风险，正股波动风险，发行人违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

行业

推荐个股及其他点评

爱玛科技（603529）：产能放量 渠道提效 产品升级多重共振

投资要点 电动两轮车领先企业，股权结构稳定。爱玛科技是电动两轮车行业龙头企业之一，旗下拥有电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车等产品，具有完善的绿色中短途出行交通工具产品体系。公司股权结构稳定，股权变动多为家庭内部安排、个人职业发展、个人资金需求等。公司于2017年12月、2021年11月、2023年3月多次发布股权激励计划，对充分调动员工积极性、激发人才内生动力和潜力具有显著效果。 **行业情况：**新国标替换需求有限，格局向龙头集中。**总量预测：**我们预计2023-2025年行业销量预计为5115/5102/5653万辆。1）新国标替换需求：我们认为由新国标带来的违规车替换需求预计于2022年达到高峰后逐步回落，主要原因为替换需求多已释放+过渡期基本涵盖自然使用寿命；2）出口：政策推动下东南亚地区电动两轮车行业将迎来高速发展期。东南亚市场潜力大+自贸协定保驾护航+中国企业积极布局等因素影响下中国电动两轮车企业在东南亚地区的出口量有望持续攀升；3）自然更新需求：假设换车周期为5年，2023-2025年更新需求为2018-2020年销量。**格局预测：**进一步向龙头集中。品牌认知不断加深叠加新国标带来的高行业准入门槛，行

业集中度将不断提升。未来核心看点：产能放量+渠道提效+产品升级：1) 产能——积极扩产，产能持续释放。爱玛通过 2021 年 IPO+2023 年发行可转债 20 亿元提升资金实力，积极进行扩产，目前在建生产基地包括重庆基地二期、台州基地、丽水基地、贵港基地等，我们预计 2025 年爱玛实际投产年产能可达 1845 万辆，同比 2022 年底增速 +98%。2) 渠道——新建门店+升级原有门店。门店升级：公司于 2021 年通过 IPO 募资其中 4.88 亿元对 3773 家门店进行装修升级，挖掘现有门店的销售潜力。新建门店：公司于 2023 年募资 5.3 亿元对 11463 家新建经销商营销门店的装修投入进行补贴，扩大市场覆盖面、提高营销效率。3) 产品——引擎系列改善产品结构。技术成果：引擎 MAX 提升整车的续航里程和电池的使命寿命。同时提升公司单车盈利水平。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年营业总收入 253/299/364 亿元，归属母公司净利润 23.94/29.80/39.53 亿元，同比 +28%/+24%/+33%，对应 PE 为 13/11/8 倍，选取 A 股、港股共五家两轮车同业公司作为爱玛科技的可比公司，可比公司估值均值为 21/16/12 倍。鉴于公司产能放量+渠道提效+产品升级，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

(证券分析师：黄细里)

小鹏汽车-W (09868.HK)：2023Q1 季报点评：促销致使业绩承压，静待新车上市企稳改善

投资要点 段落提要：2023Q1 小鹏汽车实现营业收入 40.33 亿元，同环比分别 -45.9%/-21.5%，归母净利润为 -23.37 亿元，去年同期以及上个季度分别为 -17.01/-23.61 亿元，Q1 亏损环比小幅收窄。Q1 业绩低于我们预期。行业竞争加剧拖累 Q1 毛利率，期待 G6 上市提振交付表现以及公司盈利能力。1) 营收维度，公司 Q1 实现交付 18230 辆，同环比分别 -47.3%/-17.9%，其中 G3/P7/P5/G9 分别为 2183/6346/5520/4181 辆，2 月 P7i 全新改款上市刺激需求，P7 依然为公司主销产品；Q1 汽车业务营收 35.14 亿元，同环比分别 -49.8%/-24.6%，单车均价 19.28 万元，同环比分别 -4.8%/-8.2%，持续下滑主要系 Q1 特斯拉/比亚迪等主要竞品车型降价促销，公司跟进导致均价承压。2) 毛利率角度，Q1 公司实现 1.7%，同环比分别 -10.5/-7pct，单车毛利亏损 0.48 万元，相比去年同期/上季度分别下滑 2.59/1.68 万元，同环比大幅下滑主要系产品结构变化/竞争压力加大导致。3) 费用角度，Q1 研发费用 12.96 亿元，SG&A 费用投入 13.87 亿元，对应费用率分别为 32.13%/34.38%，同比分别 +15.7/+12.4pct，环比分别 +8.2/+0.2pct，研发费用投入额整体保持稳定，SG&A 费用投入降低。截至 Q1 末，小鹏全国建设 425 家销售门店，覆盖 145 个城市；充电站建设 1016 座，渠道网络布局持续完善。4) 净利润维度，Q1 归母净利率为 -58%，单车净亏损 12.82 亿元，同环比亏损增加。2023Q1 末现金流超过 340 亿元，现金流依然充裕。坚持智能化长期战略，调整组织架构重视产品思路补齐短板，长期依然看好。展望 2023Q1，小鹏 G6 预计 6 月上市，公司预计 Q2 整体交付实现 2.1~2.2 万辆，对应营收为 45~47 亿元，单车均价 21.4 万元（未扣除非整车销售业务收入），同口径同环比分别 -0.9/-3.3pct。全年来看，小鹏预计年底还将推出一款全新 MPV 车型，并持续推动组织架构和销售体系管理变革，持续新品迭代上市以提振公司整体销量和市占率水平。盈利预测与投资评级：考虑 2023 年新能源整车行业竞争格局持续恶化，我们将公司 2023~2025 年收入预测由 413/699/992 亿元下调至 236/441/647 亿元，盈利预测由 -52/-16/26 亿元下调至 -76/-59/-20 亿元，

考虑公司持续推进组织架构变革&降本增效,智能驾驶领域优势保持,展望长期竞争力依然强劲,维持小鹏汽车“买入”评级。风险提示:新能源汽车行业发展低于我们预期;新平台车型不及预期等。

(证券分析师:曾朵红 证券分析师:黄细里 研究助理:杨惠冰)

雅迪控股 (01585.HK): 行业龙头, 产品创新与海外市场拓展齐发力
投资要点 公司情况: 行业龙头, 借势壮大。雅迪控股是集电动两轮车及相关零部件的研发、生产和销售于一体的电动车企业。上市以来在产能+渠道方面积极布局, 借 2019 年以来电动两轮车行业总量快速增长东风, 市占率迅速提升至行业首位。公司实控人为董经贵夫妇, 股权结构集中稳定。2023 年 1 月发布股权激励计划, 考核标准为 2023-2025 年公司营业收入/净利复合增速为 20%, 显现出公司对未来业绩增长的坚定信心。 行业情况: 新国标替换需求有限, 格局向龙头集中。 总量预测: 我们预计 2023-2025 年行业销量预计为 5115/5102/5653 万辆。1) 新国标替换需求: 我们认为由新国标带来的违规车替换需求预计于 2022 年达到高峰后逐步回落, 主要原因为替换需求多已释放+过渡期基本涵盖自然使用寿命; 2) 出口: 政策推动下东南亚地区电动两轮车行业将迎来高速发展期。东南亚市场潜力大+自贸协定保驾护航+中国企业积极布局等因素影响下中国电动两轮车企业在东南亚地区的出口量有望持续攀升; 3) 自然更新需求: 假设换车周期为 5 年, 2023-2025 年更新需求为 2018-2020 年销量。格局预测: 进一步向龙头集中。品牌认知不断加深叠加新国标带来的高行业准入门槛, 行业集中度将不断提升。 未来核心看点: 产品高端化+海外市场拓展+一体化经营。1) 产能+渠道优势明显, 产品矩阵完善。产能方面公司顺时持续扩产, 为销量增长提供保障; 渠道营销方面渠道数量质量齐头并进, 多元化营销手段打造品牌形象; 产品方面矩阵完善, 研发技术储备深厚 2) 产业链一体化布局, 协同效应显著。2019 年起, 公司陆续和南都电源达成战略合作/收购南都华宇等, 不断向上整合产业链。同时领先布局钠电赛道, 极钠产品构筑新护城河。3) 海外市场带来销量&ASP 新增长。公司为行业出海先锋, 2019 雅迪越南南北江生产基地投产, 实现年产能 50 万台。同时海外产品普遍售价更高, 有助于提升公司整体 ASP 及盈利水平。 盈利预测与投资评级: 国内市场方面雅迪将依靠丰富产品线/渠道优势灵活调整销售策略保证竞争优势, 同时 2023 年为钠电产品落地元年, 进一步丰富产品矩阵; 海外市场方面雅迪为国内出海先锋, 海外产能/渠道布局完善。我们预期 2023-2025 年雅迪营业收入分别为 395.43/438.22/525.62 亿元, 归母净利润为 26.35/32.60/45.67 亿元, 对应 PE 为 20/16/11 倍。首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示: 行业总量增长不及预期; 行业价格战情况超出预期

(证券分析师: 黄细里)

阿里巴巴-SW (09988.HK): FY2023Q4 季报点评: 营收略不及预期, 未来有望持续恢复

投资要点 营收略不及预期, 利润超出预期: 阿里巴巴 FY2023Q4 实现收入 2082 亿元 (+2%yoy), 略低于彭博一致预期 2091.91 亿元。中国商业业务收入 1360.73 亿元(-3%yoy), 低于彭博一致预期的 1422.37 亿元。非公认会计准则净利润 273.75 亿 (+38%yoy), 彭博一致预期为 253.83 亿元, 利润超预期。 核心业务收入承压, 3 月淘宝天猫在线实体商品 GMV 增长转正: 本季度 CMR 收入同比降低 5%, 主要原因是淘宝和天猫的在线实体商品 GMV(不包括未付订单)同比下降了 5%左右。随着中国的消费逐渐复苏, 在时尚配饰和医疗保健品类强劲

增长的推动下，3月份淘宝和天猫的在线实体商品 GMV(不包括未付订单)实现了正增长。随着疫情的结束，预计 CMR 和 GMV 的差距在 1Q 会显著收窄，全年 CMR 有望转正。 注重盈利质量，盒马和菜鸟获批 IPO：本季度国际商业、本地生活服务、数字媒体及创新业务 EBITA 亏损率均同比收窄。除云计算业务外，其他业务 EBITA 利润率环比均有所降低。国际零售商业订单量整体同比增长 15%，收入同比增长 41%。我们预计未来公司仍会注重盈利质量，新业务减亏和利润释放仍有空间，整体利润率持续提升。董事会已批准了菜鸟和盒马的 IPO 计划，并批准阿里国际数字商业集团启动探索对外融资，国际商业、菜鸟、本地生活板块将成为业绩增长新引擎。 盈利预测与投资评级：基于公司利润不及预期，我们将公司 2024/2025 财年 EPS 的盈利预测由 7.55/9.37 元调整为 7.16/8.34 元，我们预计 2026 年的 EPS 为 9.99 元，2024-2026 财年对应 PE 为 10.44/8.96/7.48（以 2023/5/23 当天的汇率港币/人民币=0.90 为基准）。公司非常注重各个板块业务的效率的提升，大规模投入虽然影响短期业绩，但是有助于构建长期壁垒。综合考虑公司业务成长、竞争优势与壁垒，我们认为公司当前估值水平具备较强的投资价值，维持公司“买入”评级。 风险提示：电商行业竞争加剧，用户留存率不及预期，市场监管风险，核心管理层变动风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>